

股票市场“异常现象”的行为金融学分析

赵林夫

(厦门大学经济学院金融系 厦门 361005)

摘要:运用传统金融学理论所讲述的各种分析方法已经无法解释证券市场的“异常现象”,所以,从上个世纪 90 年代开始,金融学家们试图另辟蹊径,将视角朝向引起股票等金融价格波动的投资者心理因素,即用行为金融学的观点来解释股票价格的波动。本文试运用行为金融学的基本观点,基于投资者的心理因素(尤其是非理性的心理现象)对股票市场的影响,来对我国股市波动的“异常现象”进行分析,最后提出了几点政策建议,以促进投资者的理性投资行为。

关键词:股票市场 异常现象 行为金融学

传统经济学的的一个基本假设是经济人是完全理性的,他会评估将来不同结果的各种可能性,然后最大化其期望效用,做出自己的投资决策。基于效用价值论和完全理性假设的现代金融学,运用“均值——方差”模型求得了完全理性投资者的效用边界,在 Markowitz, Tobin, Modigliani & Miller, Sharpe, Lintner, Black & Scholes, Ross 等人的深入的研究工作构建了相对完美的理论大厦。但随着研究的不断深入,尤其是证券市场的“异常现象”的提出,可以看出人的行为有悖于主观效用最大化原则,一些金融学家开始质疑现代金融理论对经济人完全理性的假设前提,同时将重视行为心理活动的认知心理学运用到经济理论中。股票市场波动印证的并不是事件本身,而是人们对事件的反应,是数百万人对这些事件将会如何影响他们的未来的认识。换句话说,最重要的是,股票市场是由人组成的(Bernard Baruch)。金融学家便引入了行为金融学的研究方法来解决金融市场上的“异常现象”。

一、我国股票市场波动性的表现

(一)从宏观角度来看

笔者考查了 1992—2004 年我国沪深股市历年的股价综合指数的变动(数据来源见《2005 年中国证券期货统计年鉴》),股价指数的走势难以按牛熊市来划分,时常发生暴涨暴跌的行情,熊市中常发生暴涨行情,牛市中常发生暴跌行情。至 1996 年初我国股市已完成了牛熊市交替的一个循环,其中 1993 年 2 月为牛市与熊市的一个转折点,1993 年沪市最高指数达到 1560 点,而深市的最高指数 1052 点出现在 1994 年,均为这一阶段的波峰;1996—2001 年,股市在总体上升的趋势中有小幅的波动;而在 2001 年沪深两市的股价综合指数的年涨跌幅度出现了负增长,分别为-20.8%与-17.4%,相对于 2000 年的 51.5%与 58.0%的涨幅发生了股市暴跌,我国股市已经出现了与国民经济增长严重背离的状况;至 2004 年沪深两市的股价综合指数的年涨跌幅度均为负数,即-15.1%与-16.4%。在 2004 年 2 月 1 日《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》出台后,指数随着信心开始上扬,市场出现了难得一见的向上行情,至 4 月 7 日达 1783 点,涨幅达 34.6%。然而好景不长,4 月 17 日德隆系分崩离析,大盘指数应声下落,9 月 13 日收盘仅为 1260 点,跌幅近 30%。2004 年 12 月 7 日中国证监会发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,这对于抑制大股东圈钱应有很大作用,是“大利好”的消息,但此后几天大盘也无激烈反应。从利空消

息看,按标准金融学理论,央行加息应是很大的利空消息,但股市也无很明显的反响。这说明投资者对市场上的公开信息反映不足,其投资决策行为不能用传统的金融理论来解释。影响股市波动的因素是多方面的,但最重要的是,股票市场是由“人”组成的,只有充分研究投资者不同时期的心理因素(情绪)才可以理解股市的总体波动。

(二)从微观角度来看我国股票的异常波动性

笔者选取了 *ST 东海 A 及 *ST 东海 B 股票的异常波动现象为例:在 2005 年 5 月 6 日至 11 月 4 日期间,其日 K 线在 9 月中旬达到了最高点,而后便急剧下跌。在海南大东海旅游中心股份有限公司董事会关于股票异常波动的公告中指出,其公司的股票出现交易异常波动,股票价格连续三个交易日达到涨幅限制,但公司主业经营情况正常,基本面没有发生重大变化。

依据行为金融学的理论,“异常现象”是指无法用现行的理性资产定价模型予以充分说明的稳定的金融市场上的统计现象,或称“程式化现实”(stylized facts)。股票市场上的“异常现象”可以从三个方面来归类:一类涉及“总量股票市场”,包括两种主要“谜团”:股票市场溢价谜团(Equity Premium Puzzle),股票市场波动性谜团(Volatility Puzzle);二类是股票市场可预测性谜团(Predictability Puzzle);三类涉及各种不同类型的股票的“异常现象”。这里所考查的是“股票市场波动性谜团”,即股票实际价格的波动无法用红利变化、实际利率变化和跨期边际替代率变化等理性因素完全加以解释。

行为金融学的分析

二、股票价格波动性谜团的行为解释

(一)行为金融学家基于“小数定理偏差”的解释

“小数定理偏差”(Law of Small Numbers)是指人们将小样本中某事件的概率分布渐进于总体分布,实际上是反映了样本无关性,是由卡恩曼(D. Kahneman)和特维斯基(A. Tversky)在 1971 年提出。行为金融学家认为,如果投资者根据所公布的红利分配对企业的前景做出了错误的判断,那么投资者实际的投资活动便会夸大红利对投资的导向作用,从而加剧股价的波动。行为金融学的这种分析实际是说人们对红利的变化反应过度,其理论根据就是“小数定理”。

(二)行为金融学家基于“过度自信”的解释

所谓“过度自信”,按照心理学的心理测量的解释,就是指人

们,尤其是专业人士通常夸大自己的知识和能力。“过度自信”的人通常将自己对某件不确定事物发生的概率估计设定在非常小的置信区间,也就是夸大自己预测的准确性,带有一定的“自我欺骗”的倾向。所以,如果投资者“过度自信”的话也有可能产生过度波动的价格变化。

以上两点可以归结为投资主体自身对市场信息处理得是否得当,如果存在偏差(如“小数定理偏差”),便会使其做出不当甚至错误的投资决策;再加之投资者对自己的分析能力存在一定的“过度自信”,即使市场出现与之分析结果相悖的现象,他们也不会及时认识到决策的错误性,进而加剧市场的波动。投资者对信息处理能力的强弱以及决策水平的高低在一定程度上与其素质(主要是专业知识水平)有很大的关系。根据上海证券交易所的《股市资料 2000》统计表明:上海股市投资中学学历在大专以下的比例接近 66%,而本科以上学历约占 12.9%。这便使投资主体对股市信息的处理将存在较大的偏差,而个人在信息收集、加工的成本相对较高,因而具有“搭便车”的偏好,也就是看大众的动向而动,极易形成“羊群效应”,放大了股市的正常波动,这也就产生了股票市场波动的“异常现象”。

(三)行为金融学家基于“学习模型”的解释

Gervais 和 Odean 引入“学习模型”,说明了投资者在不断投资的实践过程中会产生并强化他的“过度自信”;其心理学基础实际是“偏执偏差”(Simon Gervais and T.Odean, 2001),即指行为人不但不依据新信息对他初始信念进行修正,反而将新信息错误理解为对他的原有信念的进一步证明,进而强化他对原有信念的信心。

在 *ST 东海 A 和 *ST 东海 B 股票异常波动的例子中,其公司主业经营情况正常,基本面没有发生重大变化的情况下,股票的异常波动是由投资者在取得了该公司 2005 年 8 月 6 日所披露的公司 2005 年半年度报告及其摘要等信息之后,对于信息的处理存在着一定的“过度反应”与偏差,进而影响了其投资行为。按照经济学的解释,股票市场中的投资者无疑是被“经济人”利润最大化的内在激励所驱动的,但由于收到信息不完全的约束和认知偏差的影响,股票市场中的个体投资者常常是有限理性的。这种有限理性集中表现为股票市场中个体投资者的认知偏差。中国股票市场上的个体投资者所存在的认知偏差,表现为显著的政策依赖性偏差以及过度自信偏差,而过度自信心理诱发下的过度交易行为又会导致投资者财富的损害。基于认知偏差的直接影响,会导致投资者的有限理性甚至非理性行为,加之我国股市投资者的过度投机以及“羊群效应”使这种行为对投资者绩效产生很强消极效应,带来股市的异常波动。

三、政策建议

我国由于股票市场的发展历程较短,个体股票投资者尚没有经历充分的市场学习过程,其投资理念及投资心理也并不成型,所以具有“政策市”和“投机市”特征的中国股市更容易诱发投资者出现投资偏差,并造成投资者财富的损失和投资信心的下降,从而引起整个股市的脆弱和动荡。投资者的行为因素特征已经成为左右我国股市运行的一个重要变量,我国股市投资者的构成中,有 80% 为散户(而美国 80% 为机构投资者),投资者结构不合理;加之“内幕交易”“造势做局”等活动盛行,使得我国股市的炒作性特别强。同时,股市的过度波动反过来还会影响到投资者的行为,它通过增加投资者的心理负担和精神压力,导致他们急于兑现隐约出现的一点点增值收益,生怕它们会因股市波动而不翼

而飞。这种短线交易的投机行为反过来又加剧了股市的波动,从而形成了一种无休止的恶性循环,最终使投资者遭受损失。

据此,从影响股市投资者心理的因素出发,为推进我国股票市场的市场化建设,实现我国股民和股市达成的双赢,笔者对我国股市的发展尝试提出以下几点政策建议:

(一)修正行为变异,促进理性投资

首先要引导广大中小投资者转变投资理念。变短线投资为长线投资,从而跳出投机性导致股市波动大投机性更强的恶性循环怪圈。其次要积极培育、规范发展机构投资者,使其成为股市投资的主力军。改变我国股市不合理的投资者构成,并指定规范控制投资者的违规行为,使股市中的非系统风险得到充分的分散。

(二)完善制度建设,使规范化的制度引导理性投资

首先要加强股市的立法与监管,股市监管者应建立明确的市场规则与秩序,为市场参与者提供一个公平、公正、公开的市场环境,保护投资者的利益,股票市场的稳步发展需要广大投资者的广泛参与,故一切的立法与监管问题都应以保护广大投资者利益为核心来进行。引导股市向规范健康的方向发展,规范上市公司的资格审查制度,保证上市公司的质量。拥有一个大批经营稳定业绩优良的上市公司,可以保证红利水平的稳定增长,从基本面因素上减少股市波动性。其次要制定有关法规禁止误导投资者的股评及信息的刊登,规范信息的取得渠道,以减轻不正当的股市信息对投资者判断力的负面影响。

(三)规范政府干预市场的行为,为理性投资创造市场环境

相对于“政策市”的缺陷,国家在实施股票市场宏观政策时应当遵循审慎性原则,并且股票市场的政策应当具有相对稳定性,针对股票市场的法律、法规以及监管制度应当具有前瞻性、预见性,政策一经确定,就应保持一段时间内的相对稳定性,从而保持政策的连续性,这样才能真正对股票市场提供制度化的监管依据,也才能真正对股票市场起到规范的作用。同时,政府对股票市场的一切监管行为都应以法律法规为依据,依法治市,要尽量避免行政干预,特别是不能出于政策功利性目的,向市场传达带有政策倾向性的信息乃至干预措施。

【参考文献】

- [1] Lars Tvede (Norway), The Psychology of Finance—Understanding the Behavioural Dynamics of Markets (Revised Edition)[M]. 北京:中国人民大学出版社(中译本),2003.
- [2] 易宪容,赵春明.行为金融学[M].北京:社会科学文献出版社,2004.
- [3] 安德瑞·史莱佛[美].并非有效的市场——行为金融学导论[M].北京:中国人民大学出版社,2003.
- [4] 赫什·舍夫林[美].超越恐惧和贪婪——行为金融学与投资心理诠释[M].上海:上海财经大学出版社,2005.
- [5] 张维.基于异质投资者模型的股票价格非线性动力学研究(博士论文,天津大学).万方数据(厦门大学图书馆).2002.05.01.
- [6] 应益荣.股价波动的若干研究方法(上海交通大学博士后工作报告,上海交通大学).2002.05.万方数据(厦门大学图书馆)
- [7] 齐海燕.我国股市“羊群行为”分析.市场周刊[J].2004.05
- [8] 新浪:财经纵横[DB/OL].http://finance.sina.com.cn.2005-11-6.
- [9] 中国证券监督管理委员会编.2005 年中国证券期货统计年鉴[M].上海:学林出版社,2005.07.